

平成 20 年 9 月 26 日

退職給付ビッグバン研究会 2008 年度年次総会

九州電力における年金資産運用の理念とビジョン

九州電力株式会社 経理部
竹下 研

はじめに

本稿では、私が当社において、通算 6 年間に亘り年金運用管理業務に携わってきた経験を踏まえ、その年金運用方針に込められた投資理念、及びその考え方についてご紹介していきたい。

・九州電力確定給付企業年金の概要

当社年金制度は、昭和 43 年 4 月に国税庁が管轄する適格退職年金制度としてスタートした。ご承知のとおり適年制度は平成 13 年の確定給付企業年金法の成立に伴い、平成 24 年 3 月末で廃止されることとなっている。そうした背景もあり、当社では平成 16 年 4 月に規約型の確定給付企業年金に制度を移行して現在に至っている。

制度の特徴としては、給付利率を金利に連動させる擬似キャッシュバランス制度である点、そして予定利率も明確にルール化してはいないものの原則金利連動となっている点であり、連動する金利はともに従業員の平均残存勤務期間に合わせて「20 年国債の過去 5 年平均」を採用している。

また、受給者数の比率もかなり高くなってきており、現在では給付額が標準掛金額を上回り、制度の成熟化が相当程度進んでいる。(平成 20 年 3 月末 加入者数 12,479 人・受給者数 7,821 人、平成 20 年度 標準掛金額約 70 億円・給付額約 150 億円)

本制度のもと、当社内においては制度面を人事労務部が主管し、運用面を経理部が担当して 3 名の専任チームで業務にあたっている。

・年金資産運用管理にあたっての基本的スタンス

(1) ダウンサイドに強いポートフォリオの構築

我々の運用管理の根幹となっている基本的スタンスは大きく 3 つある。第一に、制度の予定利率を達成するために、「振れの少ない、特にダウンサイドに強いポートフォリオを構

築する」ことである。

当社従業員の平均残存勤務期間は約 20 年であり、昔であればリターンの浮き沈みはあっても、その 20 年間という長期的視点で予定利率並みの年率リターンを達成すれば良いという余裕があった。

ところが、近年は、バブル崩壊後の不況の長期化で企業体力が弱っているところへ、平成 12 年に退職給付会計の導入があり、年金運用の毎年の結果がダイレクトに企業収支に大きな影響を及ぼすようになったことに加え、平成 12 年からの 3 年間のパーフェクトストームと呼ばれる運用環境の悪化も重なって、企業財務の観点から短期的なリターンの下ぶれを抑える必要性が急速に高まってきたという経緯がある。

加えて、当社の場合、前述のとおり、昭和 43 年に年金制度を創設してから、相当程度の期間が経過しているため、年金給付を受ける受給者数も増加し、毎年の掛金額よりも給付額の方が上回るようになってきたという事情もある。このように制度が成熟化し、毎年のキャッシュアウトが大きくなっていくに連れて、年金という長期的運用の視点を踏まえつつも、短期的な運用リターンの悪化を抑えるというリスク管理が近年ますます重要になってきたわけである。

また、当然ながら年金運用は従業員の老後財産という資金の性格上、短期的な視点から一攫千金を狙うような性質のものではない。ポートフォリオのボラティリティが大きいということは、短期的に大きなリターンを獲得する可能性もあると同時に、大きく資産を毀損する可能性も高まるということを忘れてはならない。また、そもそも年金資金は短期的な相場動向によって資産配分のアロケーションを変更できるような機動性のある資金ではない。市場動向に応じてタクティカルに資産配分を変更し、タイミングよくリターンを享受して、巧く売り抜けするといったことが許される資金ではなく、それがたまたま可能だったとしても、それは単なる幸運であって、継続性を保証するものではないということを、年金スポンサー側として十分に認識しておくことが必要と考えている。

(2) 受託者責任の徹底

2 つめの基本スタンスは「受託者責任を徹底する」ことである。法令を遵守して加入者・受給者に対する忠実義務と善管注意義務を徹底する、というごく当たり前のことだが、当社は規約型であり、母体企業内の経理部で運用を行っているため、より一層の社内におけるガバナンス規律の徹底が必要と考えている。すなわち、我々年金運用担当者は「会社資産に対する意思決定」ではなく「従業員資産に対する意思決定」に大きく関与し責任を持つ者として、通常業務とは異なる立場にあるということを常に意識しておくべきということである。

例を挙げれば、確定給付企業年金法に基づき策定が義務付けられている当社の「運用基本方針」においても、忠実義務の観点から運用機関の選定において「母体企業との取引関係は一切考慮しない」旨を規定したり、善管注意義務を徹底するに当たっての行動指針で

ある「年金運用管理者としての心得」を規定したりしている。

【確定給付企業年金における忠実義務と善管注意義務】

	内 容	出典・関連法令
忠実義務	・ 事業主は、その職務の遂行に当たり、 <u>もっぱら加入者等の利益を考慮すべきであり、これを犠牲にして自己又は加入者等以外の者の利益を図ってはならない。</u>	・ 法第六十九条 ・ 厚労省ガイドライン
善管注意義務	・ 事業主は、管理運用業務について、社会通念上要求される程度の注意(= <u>運用管理者として客観的に求められる専門性を前提としたうえでの注意義務</u>)を払い、加入者等のため忠実にその職務を遂行しなければならない。	・ 民法第六十四条 ・ 厚労省ガイドライン

(注) 法 確定給付企業年金法(平成十三年六月十五日)

厚労省ガイドライン 確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて
(厚労省年金局長通知、平成十四年三月二十九日)

(3) 運用目標 = 年金制度の予定利率

3つめの基本スタンスは、我々の運用目標はあくまでも予定利率相当のリターンを獲得することであって、それ以上でもそれ以下でもないということである。年金資産の帰属先である従業員サイドから、予定利率以上のリターンをリスクを増加させてまで達成して欲しいと要請されているわけではない中、我々年金運用担当者や母体企業側が更なるリターンの獲得を狙って勝手に従業員資産に関する不確実性を高めることは忠実義務に反することだと考えている。

また、例えば長期金利の水準が現状のように1～2%程度の水準の時に5～6%の予定利率を達成しろと言われたら非常に厳しいであろうが、当社の場合、前述のとおり予定利率がある程度リスクフリーの国債金利に連動しているため、予定利率達成のために運用リスクを殊更に高める必要性も低いといえる。

・ 柱となる施策と考え方

我々の年金運用管理に当たっての基本スタンスを総括すると、「加入者・受給者に対する受託者責任を全うし、下振れリスクを低減しながら、予定利率見合いのリターンを中長期的に達成する」という、ある意味シンプルな運用指針となる。

ここでは、この運用指針達成のために、我々がポートフォリオ構築プロセスにおいて実践している柱となる施策やその考え方を、ご紹介していきたい。

(1) 徹底した（ベータ）の分散

第一に、我々の基本施策は「 β の分散を徹底すること」で、ポートフォリオのダウンサイドリスクの抑制を目指すことである。

株式・債券といういわゆる伝統資産に加え、それ以外のオルタナティブ運用を取り入れて投資対象を拡大していくというのが近年の年金運用の流れだったわけだが、そのオルタナティブ運用は、資産クラスやそのベンチマーク、すなわち β の拡大と多様化という流れと、ヘッジファンドなどに代表される金融手法、すなわち β の拡大という流れの2つに大きく分けられよう。

そして、 β のほうに行くことはないのではないか、というのが我々の考え方である。には実体価値があり、 β に投資するというのは経済成長の果実を取っていくことになる。また、株価がこういう状態になれば債券価格はこう反応するとか、コモディティ価格がこういう状態になれば株価はこう反応するといったような、異なる β 同士の相関はある程度合理的な推定が可能である。この点で、「 β の分散」を主眼とした運用管理というのは、ポートフォリオから生じる結果を常に想定の範囲内にコントロールするという善管注意義務を全うするうえで、理にかなったポリシーと考えている。

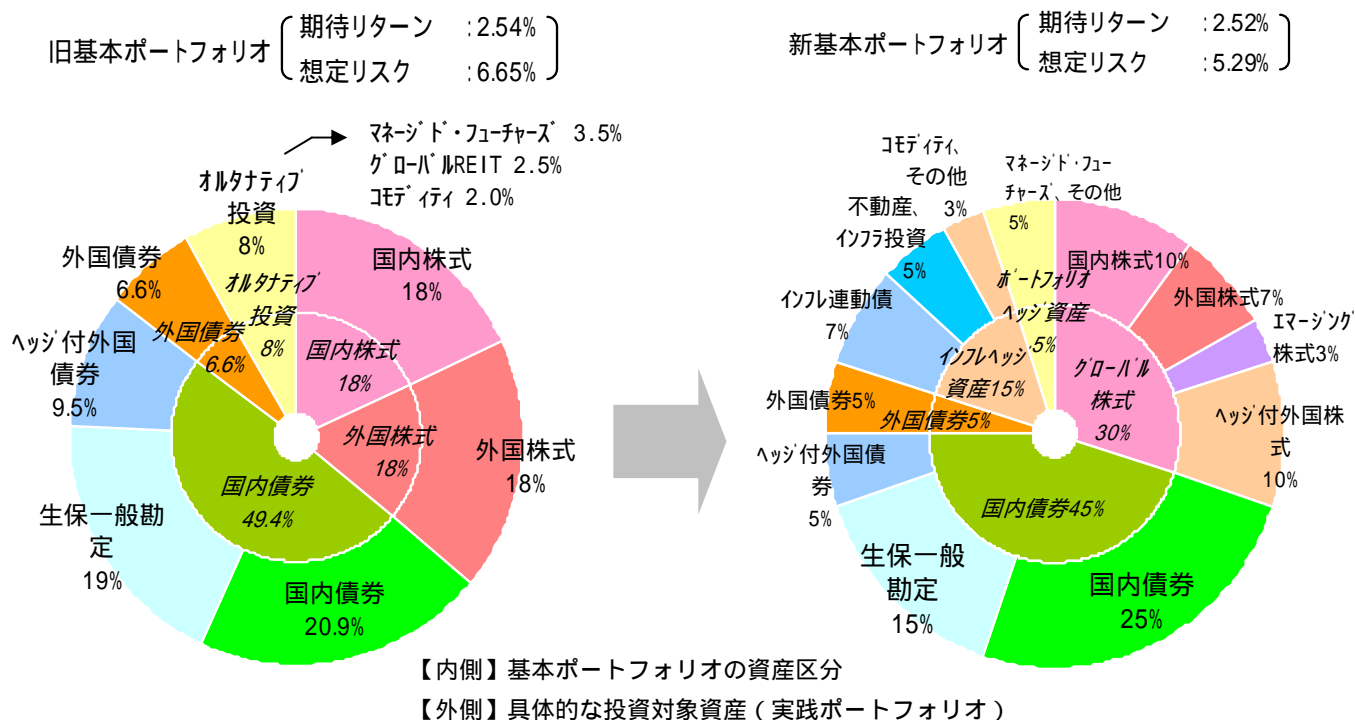
一方、金融技術や手法にベットした運用というのは、どこまでいってもゼロサムで誰しもがそのリターンを享受できるわけではない。また、他資産との相関やその継続性も合理的推定が困難である。このような β にベットした運用をかなりのパーセンテージでポートフォリオに入れていくということは、ポートフォリオ管理を難しくすることにつながるといのが我々の考えである。 β を中心としたポートフォリオであれば、日々マーケットの動きを見て、自分達のポートフォリオのリターンは大体今これくらいだろうと推定可能であるが、 β 中心の運用になると結果はフタを開けてみなければ分からないという、運用管理者として甚だ不安な状態に陥ることになるであろう。

加えて、 β の分散に当たっては資産の分散とともにベンチマークの多様化も重要と考えている。皆が使っている所与のインデックスがベストのものとは限らない。他に自分達の運用ニーズに合うインデックスはないかと問いかける姿勢が大切であろう。

当社年金においては、20年4月にポートフォリオの見直しを実施し、従来以上に β の分散を推進した（次頁図参照）。当社では原則として、制度の基礎率が改定される3年毎の財政再計算に合わせて、基本ポートフォリオなどの運用方針の見直しを実施している。円グラフの内側が基本ポートフォリオで、最低3年程度は維持する大きな資産枠として設定しており、その構成比率を中長期的に維持するため許容乖離幅を設定しリバランスを実施することとしている。円グラフの外側は、基本ポートフォリオの各資産クラスの枠の範囲内でより細分化した投資対象への投資比率を定めた実践ポートフォリオであり、投資環境の変化やリスク分散に資する運用対象・運用商品の多様化の進展に応じて、基本ポートフォリオの枠内でポートフォリオのリスク・リターン特性の改善を柔軟に図れるよう策定して

いるものである。

【ポートフォリオの見直し（20年4月）】



（2）株式がリターン・ドライバー

我々のポートフォリオ構築の起点は、株式をリターン獲得のコア資産と位置づけていることである。経済成長の原動力は民間企業が生み出す付加価値であることを勘案すると、上場民間企業の企業価値を証券化した株式は、年金という長期的な資産運用において柱となるに相応しい投資対象資産である。ただし、株式は、中長期的には高いリターンを期待できるものの、毎年度のリターンの振れが大きいことから、ポートフォリオ構築にあたっては、コア資産である株式との低相関・逆相関を大きなテーマとして他資産への分散投資を徹底するものとし、ポートフォリオ全体のボラティリティの低下を目指している。このリスク分散の考え方を明確にしておかないと、株式に連れ安するような投資対象へ誤った分散投資をしてしまうことになりかねない。

例えば、この観点からは、債券運用やキャッシュ運用は「安全資産」という原点に立ち返るべきではないだろうか。まだ我々自身がそこまで徹底しているわけではないが、債券運用で株式とクレジットリスクを共有する事業債に過度に投資したり、何かしらイベントが発生した際に株式との相関が高まりやすいハイイールド債やエマージング債に投資する必要性は薄く、国債中心でよいのではないかという考えを持っている。また、これは当社

の委託商品でも実際に起こったことであるが、先物運用の証拠金以外の余資のキャッシュ運用部分で、短期の証券化商品に投資してサブプライムローン問題に伴う市場の混乱で思わぬ損失を被ったなどという例も発生している。株式でリスクを取っているのだから、本来、安全資産と言われる債券やキャッシュ運用でそこまで greedy になる必要はないというのが我々の考えである。

(3) 伝統4資産(内外株式・債券)運用の弱点補強 「インフレヘッジ資産の導入」

当社は4～5年前から従来の株式と債券中心の運用から、それ以外の投資対象への分散を拡大してきたが、その根底にある首尾一貫した考えは、ポートフォリオ運用の強みを活かした弱点の少ない資産構成にしようというものである。今回、20年4月の基本ポートフォリオの見直しでその方針をさらに強化し、「インフレヘッジ資産」と「ポートフォリオヘッジ資産」という独立した資産クラスを新設した。

インフレヘッジ資産枠については、ポートフォリオの中心を成す株式及び固定利付債券が、インフレ進行時に弱い性質()を有するため、インフレに強い資産であると合理的に考えられる投資対象へ一定割合投資し、ポートフォリオのインフレ耐性を高めることが狙いである。インフレ進行時の様々な局面に対応するため、消費者物価指数に連動するインフレ連動債、資源価格や生産者物価を反映するコモディティ、地価や賃料の上昇を反映する不動産、その料金体系がインフレ連動性を有するインフラ投資など、資産枠内での分散を図っている。

また、年金給付額の実質的価値を守る意味でも年金運用におけるインフレヘッジ資産への投資は意義があろうし、加えて、当社年金制度は給付利率が金利に連動する擬似キャッシュバランス制度を採用しているので、この点からも金利上昇への耐性があるインフレヘッジ資産への投資は合理的であると考えている。

企業がその原材料価格の上昇分を価格転嫁しながら持続的な成長が可能であるような、長期間に亘る緩やかなインフレ局面においては、株式はインフレヘッジ機能を有する。しかし、短期間においてインフレ圧力が高まる局面では、原材料価格の上昇によるマージンの縮小が先行するため、リターンはマイナス基調となる場合が多い。

また、インフレ進行時には、各国中央銀行がその抑制のために政策金利を引き上げ、金利上昇を伴うことが多いことから、固定利付債券はインフレ進行時の価格下落リスクが高い資産である。

(4) 伝統4資産(内外株式・債券)運用の弱点補強 「ポートフォリオヘッジ資産の導入」

ポートフォリオヘッジ資産は、昨今のサブプライムローン問題などもそうだが、例えばテロやブラックマンデーなどのイベント発生を契機として、相場のトレンドが一斉に継続して下落基調となり、ポートフォリオのリターンが大きく毀損されるような場合への備え

として、上記ケースでプラスのリターンが期待される資産へ投資する資産クラスとして設定している、いわばポートフォリオの保険的な役割を担う資産クラスである。

その意味で現時点では最も実用的な投資対象として、トレンドフォローのシステム運用であるマネージド・フューチャーズ()にこの資産クラスでは投資を実施している。

当社はヘッジファンドなど、その手法自体にベットするような戦略()への投資は積極的には行わない方針だが、マネージド・フューチャーズに関しては、以下の観点から投資することに問題なしとの判断

- ・上場先物が投資対象であり、価格形成の透明性や流動性が担保されている
- ・トレンドフォローのシステムティックな順張り投資で、他資産との相関がある程度合理的に推定可能
- ・トレンドフォローゆえに相場が売りトレンドでもプラスのリターンが期待できる(逆にボックス相場時はリターンを期待できないが、それはいざという時のための保険料との考え)

インフレヘッジ資産及びポートフォリオヘッジ資産については、今回の見直しで新資産クラスとして設定したが、そもそもは変更前の基本ポートフォリオにおいてオルタナティブ投資枠の中で投資対象としていたものを、2つのカテゴリーに分けて独立した資産クラスとし、その投資比率を拡大したものであり、我々の中では従来の基本ポートフォリオの考え方の延長上にある資産クラスとの位置づけである。そのオルタナティブ投資枠の中で、コモディティとマネージド・フューチャーズについては平成16年から、グローバルREITについては平成17年から既に投資しており、インフレ連動債についてもインフレヘッジ資産クラスの設定を睨んで外債枠の中で平成18年から投資を開始していたものである。よって、昨今の原油価格高騰に起因するインフレリスクの顕在化を受けての対応でも、市場動向を先読みしての投資だったわけでもなく、従来の株と債券のみの運用から分散を図る際に、その株と債券中心の運用の弱点となる市場環境が何かと考えた時、それがインフレリスクでありイベントリスクだったのであり、その考え方が今回のポートフォリオ見直しにも引き続き反映されているわけである。

・年金運用の常識に対する『健全な懐疑主義』

さて、ここでは「年金運用の常識に対する『健全な懐疑主義』」と題して、年金運用の世界で当たり前とされてきたことや、一般的に行われてきたことに対する、我々の日常の年金運用管理業務を通じて芽生えた疑問や課題を提起するとともに、それらに対する実際の我々のアクションなどをご紹介していきたい。

(1) ポートフォリオ運用、分散投資への理解

まず、日本の年金運用の世界で実はあまり理解が浸透していないと感じるのは、「年金運用 = ポートフォリオ運用」であり、そのポートフォリオ運用のここは分散投資であるということである。

年金スポンサーの組織内での光景として、特に直接の担当ではないあまり詳しくない上部の人間の中などに、「なぜ、こんなマイナスリターンになる資産に投資するのか」と言っ
て、全ての資産がプラスのリターンでなければ満足せず、問題視する人が居るというケースがままある。そうした場合、年金運用管理者としては、「全ての資産のリターンがプラスになるということは、リスク分散になっていなくて本当は恐ろしい事態だということ、そして、そうした相関の高い資産ばかりでポートフォリオを組んだら、逆に全ての資産がマイナスになって大きく資産を毀損するリスクも高いということ」を相手が納得するまで繰り返し説明せねばならない。分散とは、顔を4分割して同時に喜怒哀楽を各々のパーツで味わい、そして顔全体では少し笑う、そんなイメージのものなのだが、これが理解出来ず破顔一笑、顔全体100%で笑いたいという人が多過ぎるのである。

ただ、こうした状況はある意味仕方のないことかもしれない。日本の運用の世界で、いろいろな資産でポートフォリオを組んで長期的な観点から分散投資をしているのは、その運用が対応すべき債務が長期性債務である年金や生保くらいであり、銀行とか証券会社の運用というのは本質的に短期勝負である。その年金にしても、運用に真剣に取り組み始めたのは、5・3・3・2規制()が撤廃され、信託銀行へのお任せ運用がなくなって以降のここ10年くらいのもので、まだまだ実質的なポートフォリオ運用の歴史が浅いのである。

年金資産の運用における資産配分規制のこと。平成9年12月に撤廃された。安全性の高い資産5割以上、株式3割以下、外貨建て資産3割以下、不動産等2割以下の数字をとって5:3:3:2規制という。

一時期、金利上昇リスクが殊更にはやし立てられて、いろいろと債券代替と称する商品が出回り、多くの年金スポンサーが債券の資産クラスであるにもかかわらず、その枠の中で債券とは全く商品特性の違うものに投資するといったこともあったが、こうした事例も、年金運用の世界において、まだまだポートフォリオ運用への理解が十分には浸透していないことを象徴するものではないかと思う。

そもそもポートフォリオ運用においては、何かの資産の代替資産という考え方自体が馴染まないのではなかろうか。上記の債券代替の例でいえば、金利上昇リスクという特定の市場環境への対処に偏ったポートフォリオにしてしまうと、そういう市場環境にならなかった場合のリスクを一方で大きく取っていることになる。我々は、それではせっかくのポートフォリオ運用の強みが活かされない、勿体無いと考えるのである。

我々のポートフォリオ構築に当たっての、投資対象資産の役割に対する考え方は明確で、株式には株式の役割と株式が活躍する市場環境があり、債券には債券の役割と債券が活躍

する市場環境があるとの考えがベースにある。インフレヘッジ資産やポートフォリオヘッジ資産にしても同様である。よって、我々は債券代替とか株式代替という資産の捉え方は一切していない。リスク・リターンレベルが同程度という理由だけで、代替と称して相関の違うもの同士を同じ資産クラスに入れて管理することは危険である。投資環境の変化に対する感応度合いの類似性（＝相関）で資産区分を管理しないと、結果的に相関に偏りのある資産構成となり、想定外のダウンサイドリスクに晒されるといったことになりかねない。「結局、分散投資になっていなかった」という事態は避けねばならない。

一方で、年金スポンサー側だけではなく、一部の運用機関側にも年金運用がポートフォリオ運用なのだという認識が希薄で、年金スポンサーの方針やそのポートフォリオを理解したうえで、それに適した商品提供を行う、という姿勢はまだまだ根付いていないと感じている。そうした運用機関側の認識を象徴していると感じられたいくつかの商品提案事例を以下に挙げることとする。

金利上昇リスクを煽って一時期積極的に運用機関が売り込みを行った債券代替商品については前述のとおり、ポートフォリオ運用において何かの資産の代替という位置づけそのものが違和感を覚えるものであった。

これも言及済みだが、我々のように株式をリターン獲得のコア資産と位置づけているスポンサーにとっては、特にイベント発生時に株式との相関が高まるハイイールド債やエマージング債は積極的な投資対象には成り難い。また、エマージング債券は、エマージング株式と比べた場合、リターンが非対称で投資家に不利に思える。平常時にはこつこつスプレッドを享受するが、イベントが発生すると元本が株式以上に毀損することもあることである。同じエマージング国に投資するなら、その点でリターンの対称性がある株式にした方がよいと考えている。ポートフォリオ運用なのだから、このようにエマージング国のリスクを取ることにひとつを取っても、年金スポンサー側は上記のような比較・選択が可能であるということを、運用機関側も認識のうえ商品提案を行う姿勢が必要であろう。

また、CDO や CLO といったストラクチャード・プロダクツも一時期、運用機関からの売り込みが多かった商品のひとつである。これらの商品は、サブプライムローン問題の発生によって買い手が居なくなり、酷い状況になったのは記憶に新しいところだが、イベントリスクへの対処を重視する我々にとっては、こうした仕組みが複雑で流動性のない商品は投資対象に成り得ない。いくらトランシェに分けてリスク配分を調整しても、そのリターンの源泉は同じわけであるから、ひとたびイベントが発生すると、例えば悪いが、「腐ったミカンのひと房」と同じで、「部分的に傷んでいますが、こちらのひと房はまだ大丈夫です」と言われても、誰も買おうとは思わなくなるわけである。

それから、よく運用機関側からの商品案内の際に、「御社はファンド・オブ・ファンズとシングルファンドなら、どちらが投資可能ですか？」とか「ファンド・オブ・ファンズな

ので分散が効いていますよ」といった質問や売り言葉を聞くことがある。これもファンド形態がどうあれ、我々の関心事がそのファンド・オブ・ファンズ内での分散にあるわけではなく、我々のポートフォリオ全体に対する相関や分散効果であることが、あまり強く運用機関側に意識されていないことを物語る事例だと思っている。

このように年金スポンサー側、運用機関側の双方に、長期的視点からのポートフォリオ運用への理解が十分には浸透していないという状況の背景には、運用の世界では、やはり短期的な成果を求めて、相場観や市場予測に頼ろうとするプレイヤーが主流だからという事情があるのだろう。

ただ、我々に関して言えば、市場動向を予測するのが自分達の仕事ではないと考えており、はなからその能力もないと思っている。長期的な運用において予測を当て続けることは不可能と思っているからこそ、そして「明日何が起こるか分からない」と考えるからこそ、ポートフォリオ運用をするわけであり、そのポートフォリオ運用の強みを活かした分散投資によって、様々な市場環境の変化にバランスよく対応出来ることを目指している。そして、そのポートフォリオ運用においては、他資産との相関や市場環境への反応の仕方がある程度合理的に推定可能な資産を組み合わせることが、想定範囲内にリターンの振れをコントロールし易くすることにつながると考えている。

(2) 株式運用のホーム・カンントリー・バイアス

大半の年金スポンサーは、その株式運用で当たり前のようにホーム・バイアスをかけている。R&I のデータによれば、日本の平均的な企業年金の株式運用に占める日本株の割合は約 60% にも達している。

しかし、このホーム・バイアスは、当たり前に行われていながら、その理由は希薄な気がする。サブプライムローン問題で平成 19 年度は世界中の株式が大きく下落したように感じるが、実際には TOPIX が 30% 近く下落したのに対し、現地通貨ベースの MSCI - KOKUSAI は 7% 弱の下落にとどまっている。短期的にはホーム・バイアスが逆にフェイバーなりターンをもたらすことも当然あり得るわけだが、問題なのは、ただでさえボラティリティが大きい株式運用で、分散投資を阻害するホーム・バイアスはそのボラティリティをさらに拡大させ、効率的なポートフォリオ構築を損なうことだと思う。

年金債務 (PBO、数理債務) の割引率及び予定利率は国内金利に連動するため、債券運用ならば、ALM の観点 () からホーム・バイアスをかける合理性があるが、株式運用にはその必然性もない。

(国内金利の低下 (上昇) 割引率・予定利率の低下 (上昇) 年金債務の増加 (減少) ・)
国内債券の価格上昇 (下落) という相殺効果あり

ホーム・バイアスを是正しようと思えば、為替エクスポージャーが拡大することになるが、それはヘッジすれば済むことである。ヘッジコストよりも株式のホーム・バイアスに

よる非効率性の方がよっぽど影響が大きい問題であろう。この問題に関連して、年金運用の世界でヘッジ付外債は認知されているながら、ヘッジ付外株が認知されていないのは少々不思議な気がする。ヘッジ付外株は立派な新しい であると我々は考えている。

(3) 株式運用のアメリカン・バイアス

株式のグローバル運用を志向する場合、一般的に MSCI-World などの時価総額加重インデックスに則って、米国への配分比率が 40%を超えることになるが、このような一国集中の状態が果たして分散と言えるのだろうか、という疑問がある。

下表に示すとおり、現在の米国の時価総額比率は経済実態である GDP をかなり下回っている。また、バブル期（平成元年）の日本の時価総額は世界全体の 40%程度もあったが、その時の GDP はその半分の 20%程度であった。そして現在では日本の時価総額も GDP もともに 10%前後となっている。経済実態の現状を示す GDP に対して、時価総額加重指数は市場参加者の思惑や期待や需給という振れやすい要素に基づく投資行動によって、実質価値からオーバーシュートしやすい傾向にあるのではないだろうか。本来、企業の本質的価値が短期間で数%、時には十数%も動くわけではないと思うのだが、これも上場して取引されているからこそその値動きなのであろう。

【米国及び日本の時価総額比率と GDP 比率】

	MSCI-ACWI構成国ベース		MSCI-World構成国ベース	
	時価総額比率	GDP比率	時価総額比率	GDP比率
米 国	41.4%	25.6%	46.7%	35.3%
日 本	8.7%	8.8%	9.9%	12.1%

2008年3月末現在、出所：MSCI Inc.、IMF

時価総額加重に代わって、株主資本、CF、売上高、配当の4つのファクターに基づいて配分すべしとするロバート・アーノット氏が提唱しているファンダメンタル・インデックスであるとか、私もつい最近知ったのだが、MSCI にも GDP インデックスなるものもあるということで、時価総額加重指数以外にもインデックスが多様化し始めてきており、このように投資家に選択肢が増えることは良い傾向だと思う。

時価総額加重がいいのか、GDP がいいのか、はたまた何か別の指標がいいのか、我々も答えがあるものではないと考えているし、何がしかの最適化の方程式を追求することも全く実践的ではなかろう。ただ、現代投資理論に則ったポートフォリオ構築プロセスを採っている以上、時価総額加重指数を全く無視することはできないにしても、それが決して万全ではないということは認識しておく必要があるのではないだろうか。特に日本は、輸出産業主体で、対外関係において米国依存度が高く、米国株と日本株の連動性も高い中で、先のホーム・バイアスと併せて時価総額加重指数に則ったアメリカン・バイアスを放置す

ることは、ポートフォリオのボラティリティやダウンサイドリスクの拡大を招くことになりはしないかと懸念するものである。

(4) アクティブ運用のリターンの傾向

アクティブ運用のリターンの傾向に関してだが、経験則的に言うと、のリターンとのリターンの相関が高い運用機関が多い。特に株式運用において、この傾向は顕著で、株式をリターンのコアとし、下振れを抑えたい当社にとっては、市場環境が悪くリターンが芳しくない時に、更に足を引っ張るこのアクティブ・リターンの傾向は問題である。

一般的な株式のアクティブ運用のポートフォリオにおいては、相場が軟調な時に退避資金が集まる傾向にある私が所属する電力会社に代表されるようなディフェンシブセクター株のウェイトが小さいためとも考えられるし、アクティブ・マネージャーのポジションが結局似かよっていて、イベントが発生してポジションの巻き戻しが一斉に起こると弱いという側面があるのかもしれない。

さて、以下の4つの選択肢から望ましいアクティブ・マネージャーを選ぶとしたら、どれを選ぶべきであろうか。

- ☐ 中長期的に高いを獲得し、かつ、そのととの相関が低い
- ☐ 中長期的に高いを獲得するも、そのととの相関が高い
- ☐ はフィーをカバーする程度だが、そのととの相関は低い
- ☐ も期待出来ないし、との相関も高い

に該当する運用機関が最も望ましく、が論外なことは言うまでもないであろう。問題はとならどちらを選ぶかである。多くの年金スポンサーは、意図的であるかどうかは別として、実態としては概ねを選択する結果となっているのではないだろうか。我々の場合、二者択一ならばを選ぶ。なぜなら、志向でダウンサイドリスクを回避したい我々にとって、の条件を満たすアクティブ・マネージャーは、フィーが無料のパッシブマネージャーに等しいからである。

(5) アクティブ・ベンチマーク戦略

アクティブ・ベンチマーク戦略という用語を何かの雑誌で見かけたことがあるが、これは非常に良いネーミングだと思う。資産を選択し、そしてベンチマークを吟味する。所与のベンチマークに対するより、こちらのリスクの方がはるかに高く、そして取る価値があると思う。すなわち、優秀なアクティブ・マネージャーを血眼になって探すより、質の良いベンチマークを選択することの方がよっぽど重要ではないか、ということである。

例を挙げれば、当社は国内株式のパッシブ運用を平成 15 年以降、TOPIX から S&P Japan500 と Russell Nomura Total Market という 2 つのインデックスに変更している。当時、TOPIX は浮動株調整がなされていなかったことが変更の大きな理由だったのだが、実際に変更してみると浮動株調整云々以前に、毎年のリターンも概ね変更したインデックスの方が良かったのである。S&P Japan500 は TOPIX よりも大型株寄り、Russell Nomura Total Market は逆に TOPIX よりも中小型株をカバーしているという違いがあるが、少なくともここ 10 年間のデータを見ると、大型株優位、中小型株優位といった相場動向による影響は若干あるものの、相対的に TOPIX よりもリターンが高いことが確認できる。そしてこれが累積していくと、けっこうなリターンの差につながってくることが分かる。具体的要因は特定できないが、TOPIX はそのポピュラリティゆえにマーケットインパクトが大きいとか、イベントが発生してポジションの巻き戻しが一斉に起こると弱いとか、銘柄入れ替えが予測可能で先回り売買が横行しやすいとか、複合的な要因があるのかもしれない。ただ、ひとつ言えることは、世間で当たり前に使われている所与のインデックスがベストのものとは限らないということである。

【3つのインデックスの過年度リターンの推移】

	TOPIX(配当込み)	S&P Japan 500	RUSSEL/NOMURA TOTAL MARKET
H10年度	2.19%	3.58%	3.26%
H11年度	35.48%	36.57%	34.18%
H12年度	-24.55%	-22.01%	-21.71%
H13年度	-16.22%	-15.39%	-15.14%
H14年度	-24.81%	-25.63%	-24.53%
H15年度	51.13%	49.47%	51.12%
H16年度	1.42%	1.32%	2.14%
H17年度	47.85%	50.80%	49.22%
H18年度	0.29%	2.45%	0.24%
H19年度	-28.05%	-27.47%	-27.86%
10年間累積	7.60%	17.81%	15.71%

はTOPIXリターンを上回った年度

(6) 株式の運用スタイル

続いてアクティブ運用のスタイル分散に関してだが、コストをかけてアクティブ運用に投資して、いろいろな運用スタイルを導入したとしても、対ベンチマークではスタイル・ニュートラルとなって、全体で見ると結局パッシブとあまり変わらないというのでは意味がない。

当社の場合、株式は我々のリターン獲得のコア資産であるとともに、ポートフォリ・リターンの最大の変動要因でもあることから、対ベンチマークでのトラッキング・エラーではなく、株式運用自体の絶対リスク、特に下振れリスクの低減を図ることを重視している。この観点から、株式のアクティブ運用におけるスタイルウェイトについては、成長期待の剥落時に大幅な下落リスクがあるグロース運用よりも、財務指標などの観点から下値不安が限定されているバリュース運用にバイアスをかけている。

長らく続いたバリュース相場の反動と、サブプライム問題を引き金とするエンハンスド・インデックス運用やマーケット・ニュートラル運用のポジション巻き戻しの影響で、昨年来外国株式中心に株価下落局面でのグロース運用優位の相場状況にあることは事実である。しかし、バリュース株は安くなっても「割安度が増したバリュース株」なので、いずれ値を戻すだろうとの安心感がある一方、成長期待が剥落したグロース株はもはや「元グロース株」にしか過ぎない。もちろん、割安なものを買うというのが投資の王道という考えが我々の根底にあるのは言うまでもない。

(7) 為替に関する管理方針

為替に関する管理方針についての年金スポンサー側のスタンスは、アクティブにリターン獲得を狙う投資対象とするのか、もしくは、パッシブにエクスポージャーを一定比率に維持するよう管理するのか、に大きく分けられるであろう。

当社の場合は、為替にまで を求めないというスタンスであるが、そもそもそれ以前の問題として、為替は 、すなわち資産として認識するための条件を満たしていないというのが我々の考えである。為替を資産として認識するためには、 流動性が十分ある、 期待リターンの測定ができる、 ベンチマークの設定ができる、という3つの条件を満たす必要がある。 の条件に関しては、全く問題がなく、おそらくあらゆる金融商品の中で一番であろう。ただし、 と の条件を満たしているかというと、これは難しい。よって、当社では為替はあくまで各国通貨間の交換レートに過ぎず、付加価値を生む独立した資産クラスとはみなさないという方針をとっている。それゆえ、為替に関しては、オーバーレイ・マネージャーを導入のうえ、そのエクスポージャーを一定比率に維持し、為替変動リスクを抑制することをその管理方針としている。

(8) 運用機関とのコミュニケーション

さて、長年、年金運用管理の仕事に携わってきて感じるのは、我々年金スポンサーと運用機関の間のコミュニケーションがまだまだ十分に成熟していないということである。年金スポンサーと運用機関とが、双方向の情報発信を通じて共に高いステージへ昇っていくという互恵関係が、本来、運用業界にとって望ましい姿であろう。

これに関して、運用機関サイドは、年金という長期投資家の特性を踏まえたうえで、スポンサーのポートフォリオの中身や方針を把握し、各々のスポンサーに相応しい運用商品

を提供するという顧客オリエンテッドな姿勢がもっと必要であろう。例を挙げれば、どちらかという短期志向である銀行などに持ち込んで売れ残った商品を、長期投資家である年金にも売り込みにくるといような営業担当者を見かけることがあったが、このようなただ「売らんかな」といような年金スポンサーへのアプローチは論外であろう。

一方、年金スポンサー側も、自分達はこれこれこういうビジョンとポリシーがあり、このような運用ニーズがあるから、それに適合するような運用商品はないのか？という情報発信や問いかけを発することがまだまだ不十分ではないかと感じている。我々自身、過去、運用に関する一定のビジョンや考えをメモにしたものを運用機関に配布したりして、情報発信に努めてきたつもりではあるが、確定給付企業年金法により作成義務がある「運用基本方針」については、企業年金連合会の雛形を多少アレンジした程度のものしか作成してこなかった。

その反省を踏まえ、せっかく基本方針と名のつくオフィシャルなものを作成する義務があるなら、我々がこれまで運用の過程で蓄積してきたビジョンや考え方を全部盛り込んで対外的に開示し、運用機関サイドとのコミュニケーション・ツールとして活用しようとの思いから、今回、20年4月の基本ポートフォリオの見直しとともに「運用基本方針」も見直しを実施したわけである。この見直しによって、「運用基本方針」の名に、ある程度相応しい内容にはなったと自己評価している。

我々年金スポンサー側と運用機関側とのコミュニケーションにおいて、大きなイベントとして挙げられるのは、運用機関の選定とその後の評価である。この選定と評価に関する我々の取り組みを以下にご紹介したい。

まず運用機関選定の前段として、常日頃から門戸を開放して先入観なしに幅広く運用機関の話しを聞くことを重視している。これが机上の学問よりも、なにより我々自身の勉強になると実感している。そして、我々が運用機関を選定するうえで、特に留意していることは、我々の選考プロセスや選考理由を公明正大に運用機関側に開示し、また社内においてもその意思決定過程をきちんと残すことである。

それが対外的には年金スポンサーとして運用機関側からの信頼を得ることにつながるであろうし、また、どういう意図や視点で我々がその商品をポートフォリオに導入しようとしているのかということや、なぜこちらの運用機関が選択され、あちらの運用機関は落選したのか等を適切にフィードバックすることにもつながる。これは、運用機関サイドにとっても、例え選考に落ちたとしても有益なことではないかと考えている。

加えて、社内的にも、選考過程において加入者・受給者に対する忠実義務・善管注意義務を全うしているか、運用機関の選定が合理的な理由に基づき実施されているか、といった透明性を担保することにもなる。そのため、選考プレゼンに際しては事前に運用機関側に我々の選定評価項目を開示し、原則として3名の年金運用チームのメンバーによる採点

で総合点が最も高い運用機関を採用することをルール化している。そして運用機関側には、その採点結果を理由やコメントも付した文書にしてフィードバックを実施している。

運用機関評価については、マネージャーのマネジメントに応じて設定したマネージャーズ・ベンチマークを基準とする定量評価と、以下の 10 項目からなる定性評価の採点結果が運用機関の評価となる。

【当社年金の定性評価項目】

明確な運用理念とプロセスの一貫性
当社年金の運用方針・ビジョン・ニーズの理解度
運用収益獲得状況の納得性（ がプラスであれ、マイナスであれ）
運用報告内容の充実度や報告資料の精度
誠実かつ迅速な顧客本位の対応（ミドル、バックオフィスを含む）
常日頃からの付加価値のある情報提供能力
リスク管理・コスト管理（売買執行能力）・コンプライアンス体制
リサーチ努力・探求心・熱意・謙虚さ
独自性（横並び意識の払拭）
強いコミットメントの姿勢

定量評価は少なくとも 3 年程度のタームで見て判断し、定性評価についても四半期報告会毎に採点し、その点数を定量評価と同様 3 年程度の評価期間に亘って累積したもので運用機関見直しの際に反映している。また、この定性評価についても点数と順位に評価コメントを付して各運用機関の受託ファンド毎に四半期報告会開催後にフィードバックしている。これにより、運用管理やファンド運営等における問題点や改善点を洗い出し、対応策や改善策につなげるとともに、運用機関側と当社ニーズの共有化を図るための有効なコミュニケーション手段となっている。

・今後の主要取り組み課題

我々にとっての今後の取り組み課題であるが、ポートフォリオの見直しを実施したばかりではあるものの、現時点で今後さらに改善を図るべきと考えている課題が幾つかある。

まず、我々の永遠のテーマともいえる の分散とベンチマークの多様化については、今現在、何がしかの具体的アイデアがあるというわけではないが、インデックスの多様化の進展及び選択余地の拡大とともに、まだまだやるべきこと、工夫すべきテーマが数多く出てくるものと考えている。

当社においては、特にインフレヘッジ資産クラスの不動産やインフラ投資の分野で、株

式との相関が低い運用商品のニーズがある。現在この分野でグローバル REIT やインフラ関連上場株式のインデックス運用に投資しているのだが、これら上場商品は MSCI のインデックス構成銘柄でもあるため、株式の動きに連動しやすい傾向にある。昔は、不動産は株式と債券の中間的なリスク・リターン特性などと言われていたが、最近は上場商品の場合なかなかそのとおりにはなっていない。

市場性のある商品と非上場商品は根本的に異なった動きをするので、いっそのこと別資産クラスにする方向で検討した方がよいのかもしれないとの思いもある。国際会計のコンバージェンスが進み、数理計算上の差異の即時認識など、より厳格な時価会計適用の方向性が見える中で、上場商品であるがゆえのボラティリティを避けられる非上場商品で、よい商品があれば今後導入を検討したいとも考えている。ただし、当然ながら複雑な仕組みではなく、一定の流動性が担保されるという前提条件あつての話ではある。

また、グローバル株式の国別・地域別配分に対する我々の考え方は前述のとおりだが、グローバル株式に占める日本株比率が 3 割強を占めるなど、まだまだ実際のポートフォリオと我々の理想は乖離している。こうしたホーム・バイアスやアメリカン・バイアスの是正を含め、グローバル株式の国別・地域別配分については更なる取り組みが必要と考えている。

・年金運用管理者としての心得

最後に、当社が策定している「運用基本方針」において、我々が最も重要なパートと考えている年金運用チームの行動規範として定めた 10 項目の「年金運用管理者としての心得」をご紹介します、本稿を締め括りたいと思う。

【年金運用管理者としての心得 10 か条】

- 全ての業務の基本となる正確な実務を心掛ける
- 切磋琢磨し、運用機関との情報の対称性の維持を追求する
- 情報を鵜呑みにせず健全な懐疑主義の精神を貫く（デイビッド・スエンセン）
- 横並び意識を排除する（ウォーレン・バフェット）
- 決して傲慢にならず、謙虚さを忘れない
- 常にマーケットに対して Vivid になる
- 理論のための理論の追求ではなく、実践的な知恵を身につける
- 相場観で運用を語らない
- 門戸は常に開放し、公正な評価をする
- 驚掴みできる知的握力をつける（鶴見俊輔）

一般的に企業においては、社訓とか社是といった社員への指針として制定された理念や

心構えがあるかと思う。もちろん当社においても、全社的な行動指針は制定されているが、それとは別に「会社資産ではなく、従業員資産の意思決定に責任を持つ組織」としての、忠実義務や善管注意義務への意識を定着化させるような、年金運用管理者ならではの行動指針を「運用基本方針」の中でうたっておきたいという思いがあった。

本稿でご紹介してきた我々の運用理念やビジョンは、これらの行動規範が礎となって生まれてきたという意味で、「運用基本方針」の中でも最も重要と考えているのである。

以 上